

Vai trò của các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ đối với sự phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam

HOÀNG TRẦN HẬU
NGUYỄN THỊ HOÀI LÊ

Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ (DNBH) vận hành theo nguyên tắc đặc biệt là sự kết hợp của bảo hiểm và các tiết kiệm dài hạn. Với đặc tính là một chứng khoán nợ dài hạn, trái phiếu là tài sản tài chính không thể không tính đến trong chiến lược đầu tư của các doanh nghiệp này. Sự tham gia của DNBH nhân thọ tạo ra tác động rất lớn đến sự phát triển của thị trường trái phiếu. Tuy nhiên trong thực tiễn ở Việt Nam sự tác động qua lại giữa DNBH nhân thọ và thị trường trái phiếu có diễn ra như vậy hay không? là những chủ đề được phân tích dưới đây:

1. Hoạt động của DNBH nhân thọ và yêu cầu khách quan về đầu tư dài hạn

Bảo hiểm nhân thọ, là những hợp đồng bảo hiểm không chỉ là mục đích chống lại các sự cố

$$\text{Phí bảo hiểm nhân thọ} = \text{Số tiền bảo hiểm} \times \text{Xác suất tử vong} \times \text{Chiết khấu tài chính}$$

Ví dụ 1: Hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, số tiền bảo hiểm (số tiền tiết kiệm mà NĐBH được bảo đảm) là 10 triệu đồng, lãi suất mà nhà bảo hiểm cam kết là 6%/năm, tuổi của NĐBH là 20, thời hạn hợp đồng: 10 năm. Theo bảng tỷ lệ tử vong, giả định xác suất sống của những người ở tuổi 20 đến 30 là:

$$\frac{97534 \text{ (số người còn sống ở tuổi 30)}}{98868 \text{ (số người sống ở tuổi 20)}} = 98,64972\%$$

Giả định: công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ đầu tư được trong tương lai các khoản phí bảo hiểm với lãi suất là 6%/năm liên tục trong 10 năm. Theo bảng tài chính, để có được 10 triệu đồng sau 10 năm với lãi suất 6% năm (lãi suất kép),

không may, mà còn là một hợp đồng tiết kiệm. DNBH thu phí bảo hiểm rồi tiến hành đầu tư và thực hiện việc chi trả tiền bảo hiểm khi xảy ra sự cố bảo hiểm hoặc khi đến kỳ hạn chi trả tiền tiết kiệm đã được thoả thuận. Như vậy nếu không xảy ra sự cố đối với người được bảo hiểm (NĐBH) thì khoản tiền mà DNBH trả cho họ chính là khoản tiền gửi, còn nếu xảy ra sự cố đối với người được bảo hiểm thì khoản tiền mà DNBH trả cho họ chính là khoản tiền bảo hiểm, Nói cách khác, trong vận hành của bảo hiểm nhân thọ, *cam kết bảo đảm của DNBH luôn bao hàm hai nghiệp vụ: bảo hiểm và đầu tư tài chính*. Sự giao thoa này được thể hiện qua cấu trúc của phí bảo hiểm. Phí bảo hiểm nhân thọ được xác định dựa trên hai yếu tố: xác suất tử vong và đầu tư. Mỗi tương quan giữa hai yếu tố thể hiện qua công thức sau:

thì cần phải đầu tư 10 triệu $\times (1+6\%)^{10} = 5,584$ triệu đồng.

Với hai yếu tố giả định: xác suất sống và lãi suất kép 6%, DNBH nhân thọ tính được khoản phí đóng góp chưa tính đến các chi phí khác là:

$$\frac{97534 \times 5,584}{98869} = 5,5068 \text{ triệu đồng.}$$

Để trả được 10 triệu đồng cho NĐBH, DNBH bắt buộc phải đầu tư khoản tiết kiệm thu được với lãi suất 6%/năm liên tục trong 10 năm.

Đây mới chỉ là các *phí thuần* để đảm bảo chi trả cho các cam kết. Khi xác định khoản *phí toàn bộ*, DNBH sẽ phải cộng thêm một khoản *phí hoạt động* để đảm bảo chi phí cho việc ký kết hợp đồng, quản lý hợp đồng và thu phí bảo hiểm.

Phí bảo hiểm thu được hàng năm chi thành hai phần: phí rủi ro dành để đảm bảo cho các khoản chi trả bảo hiểm hàng năm; phí tiết kiệm dành để dự trữ dưới danh nghĩa là quỹ *dự phòng nghiệp vụ* và được đầu tư và trả lại cho NĐBH cả vốn lẫn lãi theo *lãi suất kỹ thuật* của DNBH (lãi suất cam kết trả cho NĐBH). Thời hạn từ khi thu phí bảo hiểm tới thời điểm hoàn lại tiết kiệm cho NĐBH là rất dài: 5 năm, 10 năm, 20 năm.

Nếu như trong công ty bảo hiểm phi nhân thọ, hoạt động đầu tư vốn chỉ có tác dụng làm tăng năng lực tài chính cho doanh nghiệp, thì trong công ty bảo hiểm nhân thọ hoạt động này là một sự bắt buộc. Kết quả đầu tư quyết định sinh mệnh của những công ty này. Nếu lãi suất đầu tư thực tế đạt bằng lãi suất kỹ thuật, DNBH sẽ đủ tiền để thanh toán cho chủ hợp đồng, ngược lại nếu lãi suất thực tế thấp hơn lãi suất kỹ thuật, DNBH sẽ bị lỗ. Nói một cách ngắn gọn, các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ phải đối mặt với rủi ro lãi suất rất lớn. Như vậy bài toán đặt ra là DNBH đầu tư vào những loại tài sản đầu tư nào để đạt lợi suất như mong đợi và thỏa mãn các nguyên tắc: an toàn, sinh lời, và khả năng thanh toán thường xuyên. Đáp số tối ưu hơn cả là *trái phiếu*. Các quy định pháp lý cũng đã hướng dẫn cho hoạt động này. Theo quyết định hiện hành (Nghị định số 43/2001/NĐ-CP ngày 01-08-2001 của Chính phủ quy định chế độ tài chính đối với DNBH và doanh nghiệp môi giới bảo hiểm), DNBH nhân thọ chỉ được phép đầu tư vào các danh mục với tỷ lệ bỏ vốn khác nhau:

- Mua trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp có bảo lãnh, gửi tiền tại các tổ chức tín dụng không hạn chế.

- Mua cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp không có bảo lãnh, góp vốn vào các doanh nghiệp khác tối đa 50% vốn nhân quỹ từ quỹ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.

- Kinh doanh bất động sản, cho vay, ủy thác đầu tư qua các tổ chức tài chính tín dụng tối đa 40% vốn nhân quỹ từ quỹ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.

ở đây, việc đi sâu phân tích đầu tư trái phiếu của các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng là để làm sáng tỏ vấn đề tại sao trong quy định pháp lý đầu tư trái phiếu lại là danh mục mà công ty bảo hiểm nhân thọ lại được đầu tư với mức vốn nhiều nhất.

1. Trái phiếu - tài sản đầu tư thích hợp nhất đối với các DNBH nhân thọ

Khác với cổ phiếu, trái phiếu là một chứng khoán nợ thường có kỳ hạn dài tạo dòng thu nhập ổn định, có độ rủi ro thấp, trái phiếu có khả năng trao đổi, trái chủ (tức người cho vay) có thể bán trái phiếu trước khi đáo hạn thanh toán. Đặc tính này làm cho trái phiếu có thể thỏa mãn nhu cầu vay vốn dài hạn của người phát hành và việc thu hồi vốn nhanh chóng của người mua.

Nhưng nghiên cứu về tài chính DNBH cho thấy, trái phiếu là loại tài sản tài chính thích hợp nhất trong việc đầu tư quỹ dự phòng toán học của các DNBH vì đặc tính sinh lợi và sự an toàn cao. Chúng ta có thể xuất phát từ khía cạnh kỹ thuật của nghiệp vụ bảo hiểm nhân thọ và các giả định tính phí, tính dự phòng toán học của DNBH và trái phiếu chính phủ hiện có để xây dựng cơ sở toán học cho chiến lược này.

Ví dụ 2: Giả định một hợp đồng bảo hiểm nhân thọ hỗn hợp 5 năm: tuổi người được bảo hiểm là x ; lãi suất kỹ thuật giả định mà DNBH cam kết với NĐBH là $6\%/năm$, phí nộp 1 lần tại thời điểm ký kết hợp đồng; theo bảng tỷ lệ tử vong nếu có 100 người ở tuổi x (L_x) thì còn sống 99 người ở tuổi $x+1$ (L_{x+1}), 98 người ở tuổi $x+2$ (L_{x+2}), 97 người ở tuổi $x+3$ (L_{x+3}), 96 người ở tuổi $x+4$ (L_{x+4}), 95 người ở tuổi $x+5$ (L_{x+5}); số tiền bảo hiểm là 10 triệu.

Từ giả định này, công thức (A) chúng ta có thể tính được khoản phí tiết kiệm chưa có các chi phí nộp một lần ngay từ thời điểm tham gia bảo hiểm:

$P_u = (1+6\%)^{-5} \times 10 \text{ triệu} \times L_{(x+5)}/L_x \approx 7,1$ triệu đồng (trong đó $1_{x+5} = 95$, $1_x = 100$).

Sau khi thu khoản phí bảo hiểm, DNBH mua trái phiếu chính phủ, loại trái phiếu chiết khấu với lãi suất 7% năm. Liệu khoản

đầu tư này có đảm bảo cho DNBH thực hiện được cam kết trên hợp đồng bảo hiểm hay không?

Để có câu trả lời chúng ta phải tiến hành so sánh dòng thu nhập được phân bổ của trái phiếu và sự tiến triển của dự phòng toán học của các hợp đồng bảo hiểm có cùng các giả định trên (giả định có 100 người tuổi x tham gia bảo hiểm) qua bảng dưới đây:

Tuổi	Năm	Giá trị dự phòng toán học (*) (tr.đ)	Dòng thu nhập dự kiến của trái phiếu (tr.đ)	Lợi nhuận
x+1	1	$10 \times 95 (1+6\%)^{-4} = 752,488$	$710 \times (1+7\%) = 759,970$	7,482
x+2	2	$10 \times 95 (1+6\%)^{-3} = 797,638$	$710 \times (1+7\%)^2 = 812,879$	15,241
x+3	3	$10 \times 95 (1+6\%)^{-2} = 845,496$	$710 \times (1+7\%)^3 = 869,780$	24,284
x+4	4	$10 \times 95 (1+6\%)^{-1} = 896,226$	$710 \times (1+7\%)^4 = 930,665$	34,439
x+5	5	$10 \times 95 (1+6\%)^0 = 950,000$	$710 \times (1+7\%)^5 = 995,870$	45,870

(*) Dự phòng toán học được tính theo phương pháp tương lai.

Như vậy trong giả định trên, với khoản đầu tư trái phiếu với lãi suất 7% năm, DNBH có thể hoàn toàn thực thi được nghĩa vụ của cam kết bảo hiểm và thu lợi nhuận, vì dòng thu nhập dự kiến của trái phiếu luôn lớn hơn sự tăng lên của dự phòng toán học (biểu hiện giá trị cam kết của DNBH đối với chủ hợp đồng bảo hiểm).

Khoản lợi nhuận tăng thêm sẽ tạo điều kiện cho DNBH chia lãi cho các chủ hợp đồng và làm tăng sự hấp dẫn cho các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ. Mặt khác ý nghĩa cũng không kém phần quan trọng là tăng cường vai trò chính trị của doanh nghiệp nhà nước trong việc tài trợ vốn cho Nhà nước khi doanh nghiệp mua trái phiếu của Chính phủ.

Tóm lại, nếu mua và giữ đến mãn hạn một số loại trái phiếu có kỳ hạn trùng với thời hạn hợp đồng bảo hiểm và lãi suất đáo hạn lớn hơn hoặc bằng lãi suất kỹ thuật được giả định tính phí của sản phẩm bảo hiểm nhân thọ, DNBH nhân thọ hoàn toàn có thể thực hiện tốt cam kết bảo hiểm. Tùy thuộc vào sự phát triển của thị trường vốn và luật pháp mỗi quốc gia mà có các loại trái phiếu khác nhau. Mỗi loại trái phiếu sẽ đáp ứng một mục đích của một người phát hành nào đó và chúng có những đặc tính riêng.

Đối với DNBH khi đầu tư vốn nhàn rỗi cần xem xét những lợi thế và bất lợi khi đầu tư vào trái phiếu.

Những lợi thế của trái phiếu là:

Thứ nhất: Thu nhập mang tính thường xuyên và ổn định. Tỷ lệ lãi suất trái phiếu thường được ấn định ngay khi phát hành trái phiếu, nên người đầu tư biết được dòng thu nhập dự kiến trong tương lai. Tuy nhiên dòng thu nhập vẫn có yếu tố không chắc chắn nếu người đi vay không có khả năng thanh toán trái phiếu tức là vốn khi đáo hạn. Lợi ích này là quan trọng đối với đầu tư của DNBH nhân thọ với yêu cầu đầu tư dự phòng toán học phải đạt được lãi suất cam kết với người được bảo hiểm. Việc dự kiến được dòng thu nhập sẽ cho phép họ có quyết định đầu tư vào trái phiếu hay không. Nếu tổng lợi nhuận của người nắm giữ bằng hoặc lớn hơn lãi suất kỹ thuật của các khoản phí bảo hiểm mà DNBH cam kết đền bù cho chủ hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, thì DNBH có thể mua và lưu giữ trái phiếu cho đến đáo hạn.

Thứ hai: Đầu tư trái phiếu có mức độ an toàn vốn cao. So với nhiều loại chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu có mức độ rủi ro thấp. Nhất là với các trái phiếu do Chính phủ hoặc các doanh nghiệp, tập đoàn lớn có

uy tín phát hành, việc thanh toán trái tức và vốn khi đáo hạn có sự bảo đảm chắc chắn hơn so với các khoản cho vay đối tượng khác. Với mục tiêu đầu tư mua và lưu giữ trái phiếu thì việc biến động giá trái phiếu sẽ không ảnh hưởng lớn đến giá vốn và dòng thu nhập, tuy nhiên với điều kiện kỳ hạn của trái phiếu phải luôn trùng khớp hoặc không "lệch pha" quá lớn với kỳ hạn của hợp đồng bảo hiểm.

Thứ ba: Quản lý rủi ro trong đầu tư trái phiếu thuận lợi hơn. So với đầu tư vào cổ phiếu và một số loại hình đầu tư khác, quản lý rủi ro trong đầu tư trái phiếu có một số ưu thế nhất định. Trái phiếu có độ rủi ro thấp, dòng thu nhập có khả năng dự đoán trước, sự biến động của giá trái phiếu cũng dễ dự đoán hơn so với các tài sản khác. ở các nước có thị trường trái phiếu phát triển, khả năng trả nợ của tổ chức phát hành được các tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm, do đó tạo điều kiện thuận lợi cho việc đánh giá và quản lý rủi ro cho DNBH.

Bên cạnh những lợi thế, trái phiếu cũng có những bất lợi mà các nhà đầu tư bảo hiểm nhân thọ cần phải tính đến, đó là:

Thứ nhất: Giá trái phiếu biến động và chịu sự tác động rất lớn của lãi suất. Điều này làm cho việc đầu tư vốn nhân rồi ngắn hạn gặp những khó khăn. Nếu sau khi mua trái phiếu chỉ cần lãi suất tăng là người đầu tư sẽ bị lỗ. Mặt khác sự điều chỉnh lãi suất thị trường thường diễn ra trong chu kỳ dài hạn. Như vậy với thời gian ngắn người

đầu tư khó có thể thu hồi được vốn và có lợi nhuận.

Thứ hai: Trên nguyên tắc, thu nhập từ trái phiếu không tránh được thuế thu nhập như cổ tức, vì đối với người đi vay việc trả trái tức được tính vào chi phí sử dụng vốn và chưa nộp thuế thu nhập.

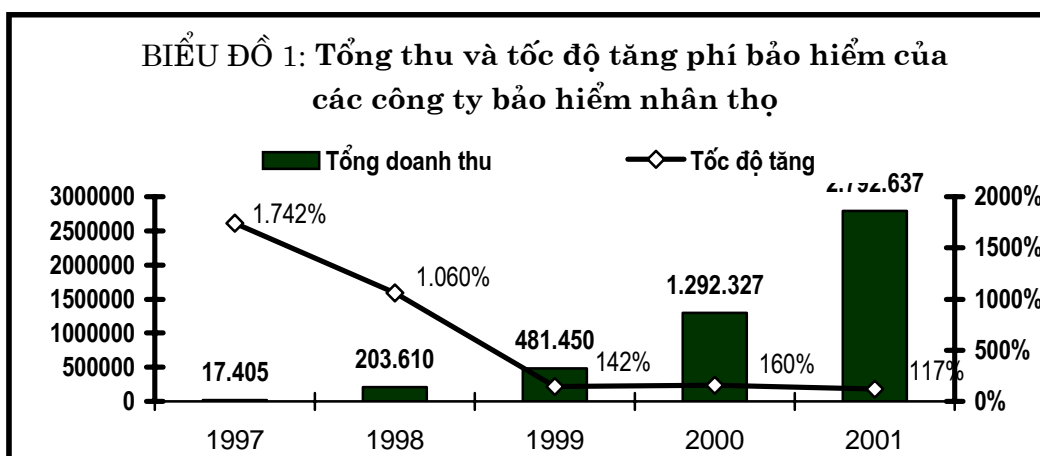
Thứ ba: Trái phiếu không chống được lạm phát. Nếu tỉ lệ lạm phát diễn ra không theo dự kiến có thể làm cho việc đầu tư trái phiếu bị thiệt hại về giá trị vốn, do lãi suất thực âm. Như vậy trong điều kiện nền kinh tế lạm phát cao thì việc đầu tư vào trái phiếu là bất lợi rất lớn.

Mặc dù có bất lợi, nhưng trái phiếu được coi là một tài sản tài chính sinh lời thường xuyên, ổn định và rủi ro thấp. Do vậy, với nguồn vốn dài hạn huy động từ khoản tiết kiệm của các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, trái phiếu là tài sản đầu tư phù hợp nhất đối với các DNBH nhân thọ. Sự tham gia mua bán trái phiếu của các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường này.

3. Sự tham gia của các DNBH nhân thọ vào thị trường trái phiếu Việt Nam

a- Nguồn ngân quỹ đầu tư của các DNBH nhân thọ tăng trưởng cao

Hoạt động bảo hiểm nhân thọ mới được biết đến từ trên 5 năm, chỉ với 5 công ty bảo hiểm (Bảo Việt, Prudential, AIA, Manulife, Bảo Minh - CMG), doanh thu của thị trường tăng trưởng với tốc độ thần kỳ, đạt hàng ngàn tỷ đồng (*biểu đồ 1*).



Vai trò doanh nghiệp bảo hiểm ...

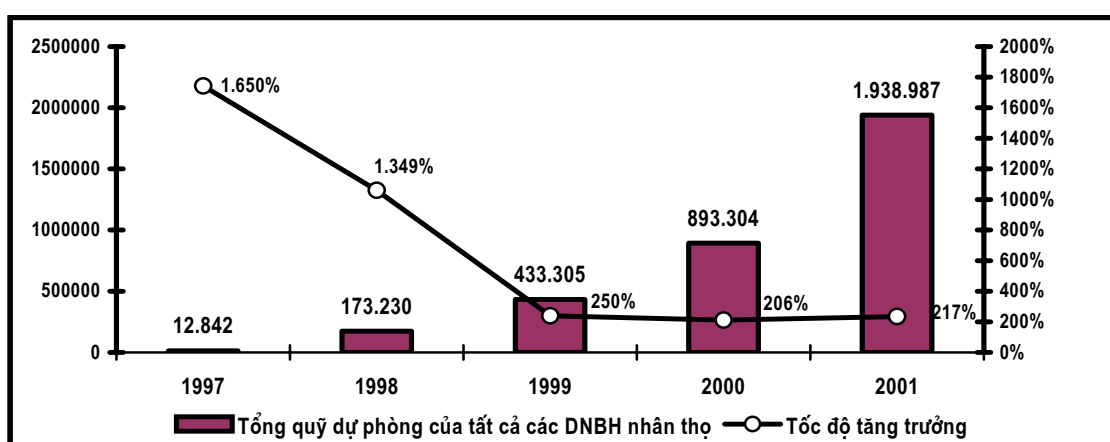
Nguồn: Báo cáo tài chính hàng năm của các công ty bảo hiểm nhân thọ

Tính đến thời điểm cuối năm 2001, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ toàn thị trường đạt 2.792,3 tỷ đồng gấp 100 lần so với năm 1997, tương đương 2% GDP của quốc gia. Tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 1997 - 2001 là 250%/năm. Theo sự đánh giá của giới đầu tư ngoại

quốc, thì đây là một sự phát triển bùng nổ chưa từng thấy ở nước nào.

Doanh thu phí bảo hiểm tăng lên làm cho quỹ dự phòng nghiệp vụ của các công ty bảo hiểm nhân thọ tăng lên với tốc độ cao, đạt gần 2000 tỷ đồng vào năm 2001 (biểu đồ 2).

BIỂU ĐỒ 2: Quy mô và tốc độ tăng trưởng quỹ dự phòng nghiệp vụ hàng năm của toàn bộ các công ty bảo hiểm nhân thọ (tỷ đồng)

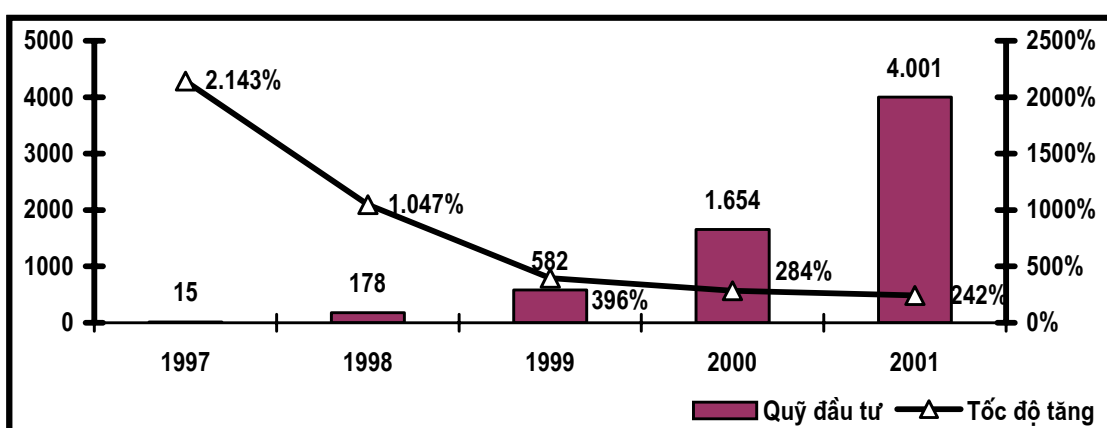


Nguồn: Báo cáo tài chính hàng năm của các công ty bảo hiểm nhân thọ

Sự tăng trưởng mạnh mẽ của quỹ dự phòng nghiệp vụ đã tạo ra nguồn vốn đầu tư

dài hạn ngày càng lớn trong các công ty bảo hiểm nhân thọ (biểu đồ 3).

BIỂU ĐỒ 3: Quỹ đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính hàng năm của các công ty bảo hiểm nhân thọ

Tổng quỹ đầu tư (tương đương với quỹ dự phòng nghiệp vụ) được tích lũy tăng lên rất cao, đến cuối năm 2001 đạt khoảng trên 4000 tỷ đồng. Đây là con số đáng kể tương

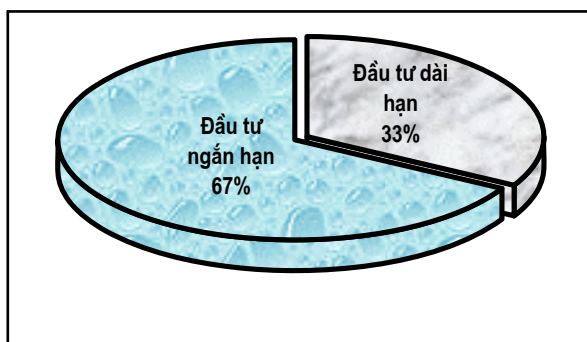
đương với tổng số công trái phát hành của quốc gia, bằng khoảng 3,5% tổng vốn đầu tư của toàn xã hội năm 1999. Những con số này cho thấy tác dụng nổi bật của các công

ty bảo hiểm nhân thọ trong việc gom những nguồn tiết kiệm nhỏ của công chúng thành nguồn vốn lớn để tài trợ đầu tư. Vị trí của ngành bảo hiểm nhân thọ từng bước được khẳng định và không thể không tính đến trong các kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế.

b- Sự mất cân đối trong cấu trúc đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ

Với việc nắm giữ nguồn vốn có quy mô lớn mang tính dài hạn, về mặt lý thuyết, các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ có điều kiện hết sức thuận lợi để thực hiện chính sách đầu tư dài hạn vào thị trường tài chính. Tuy nhiên trên thực tế tình hình đầu tư của chúng lại không diễn ra như mô hình lý thuyết (biểu đồ 4).

BIỂU ĐỒ 4: Cấu trúc đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ năm 2001



Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty bảo hiểm nhân thọ năm 2001

Tính đến năm 2001, mới chỉ có khoảng 600 tỷ đồng được huy động vào đầu tư dài hạn (bao gồm góp vốn cổ phần, mua công trái và trái phiếu chính phủ) chiếm 33% vốn đầu tư. Như vậy, *nguồn vốn dài hạn* các công ty này chủ yếu được đảm bảo bằng các *tài sản đầu tư ngắn hạn* là các khoản tiền gửi ngân hàng, mặc dù trên thị trường tài chính không phải là không có những loại công cụ đầu tư dài hạn, nhưng vẫn không thu hút được sự quan tâm của các DNBH nhân thọ. Nếu tiếp tục duy trì sự mất cân đối Tài sản - nguồn này, thì hoạt động của các công ty bảo hiểm nhân thọ có thể coi là "lấy ngắn nuôi dài", thiếu bền vững và nguy cơ mất khả năng thanh toán là không phải không thể xảy ra như suy nghĩ của những người lạc quan.

c- Tình hình thị trường trái phiếu ảm đạm không thu hút được các DNBH nhân thọ

Từ năm 2000 trên thị trường đã xuất hiện trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển với lãi suất thả nổi (lãi suất hàng năm dao động từ 6,5% đến 7,1%), lãi được trả hàng năm. Nếu tính toán hợp lý lãi suất mẫn hạn của những trái phiếu này có thể đạt cao hơn khi người đầu tư tái đầu tư các khoản lãi hàng năm. Trong năm 2001, hàng loạt trái phiếu chính phủ được phát hành qua thị trường chứng khoán với số lượng lớn hàng nhiều nghìn tỷ đồng, lãi suất trong các đợt phát hành từ 6,2% đến 7,2%/năm. Đáng chú ý nhất là đã có loại trái phiếu chiết khấu (trái phiếu zero-coupon) với lãi suất là 7,2%. Đây là loại trái phiếu được bán với giá thấp hơn mệnh giá và hoàn trả vốn gốc bằng mệnh giá khi đáo hạn, rất phù hợp với yêu cầu đầu tư tiết kiệm của các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ. Nếu hợp đồng bảo hiểm nhân thọ được định phí với giả định lãi suất là 5,5% đến 6,5% thì loại trái phiếu chiết khấu với lãi suất 7,1% hoàn toàn có thể bảo đảm được. Tuy nhiên trong năm 2000 và 2001 hầu như có rất ít các công ty bảo hiểm nhân thọ đầu tư vào trái phiếu đang được giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Sau nhiều đợt phát hành trái phiếu chính phủ (24 đợt trong năm 2002), trái phiếu ngân hàng hiện nay đã có đến 28 loại trái phiếu được giao dịch trên thị trường chứng khoán chính thức. Về chủng loại trái phiếu cũng đã được đa dạng, với các loại trái phiếu kỳ hạn 5 năm đến 10 năm với lãi suất chỉ dao động từ 7,4% đến 9,1%. Nhưng tình hình của thị trường này diễn ra quá ảm đạm, trong 24 đợt phát hành năm 2002 (do Kho bạc Trung ương và Quỹ Hỗ trợ phát triển) chỉ có 12 đợt có kết quả, còn 12 đợt không có một thành viên nào tham gia đấu thầu, và mới chỉ có 321 tỷ đồng trái phiếu trúng thầu trong tổng số gần 10000 tỷ đồng mang ra đấu thầu.

Nằm trong số 26 các tổ chức tham gia đấu thầu trái phiếu nhưng phần "hái lượm" của các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng hết sức khiêm tốn. Những thương vụ đáng kể nhất của các DNBH này vào thị trường trái phiếu là:

- Phiên đấu thầu ngày 6-3-2002, cùng với Công ty chứng khoán Ngân hàng Công thương, nhà đầu tư bảo hiểm nhân thọ (Bảo Việt, Prudential) đã mua 70 tỷ đồng trái phiếu chính phủ, loại có kỳ hạn 5 năm, lãi suất 7,4%/năm.

- Phiên đấu thầu đợt 1 của Quỹ Hỗ trợ phát triển thông qua Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh ngày 2-5-2002, số lượng mua của các nhà đầu tư bảo hiểm nhân thọ là 90 tỷ đồng với lãi suất 8,3% (bằng lãi suất trần) chiếm 18% trong số 500 tỷ đồng trái phiếu đưa ra đầu tư. Trong đó Công ty Bảo hiểm quốc tế Mỹ (AIA) tại Việt Nam trúng thầu 20 tỷ đồng, Công ty TNHH Bảo hiểm nhân thọ Prudential Việt Nam (30 tỷ đồng), Công ty TNHH Bảo hiểm nhân thọ Manulife (10 tỷ đồng) và Công ty cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (30 tỷ đồng).

- Trên thị trường thứ cấp, trong các phiên giao dịch tháng 8-2002, Công ty TNHH Bảo hiểm nhân thọ Manulife đã đàm phán mua lại khoảng 30 tỷ đồng trái phiếu chính phủ của các tổ chức tài chính với lãi suất đáo hạn được kỳ vọng là 8%.

Nhìn trên tổng thể, sự tác động của các công ty bảo hiểm nhân thọ vào thị trường trái phiếu trong thời gian qua là không đáng kể, trong khi lẽ ra đây phải là những tổ chức đầu tư chính của thị trường này. Ở một số nước trên thế giới, đầu tư vào trái phiếu chiếm vị trí quan trọng nhất trong danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ. Chính hệ thống công ty bảo hiểm nhân thọ là những nhà đầu tư trái phiếu lớn nhất trên thị trường tài chính. Đây được xem như là hình thức tài trợ vốn dài hạn quan trọng nhất của chúng cho nền kinh tế. Chẳng hạn, ở Pháp các DNBH nhân thọ đã đầu tư đến

trên 70% vốn nhàn rỗi vào trái phiếu vào năm 1997 và đã nắm giữ đến 60% nguồn tín dụng nhà nước.

Nhưng xu hướng này chưa được diễn ra tại Việt Nam- một nền kinh tế đang bước đầu hình thành và phát triển thị trường trái phiếu để huy động vốn cho đầu tư dài hạn. Nếu trong 10.000 tỷ đồng trái phiếu phát hành có được 2000 tỷ vốn (tương đương quỹ dự phòng cuối năm 2001) của ngành bảo hiểm nhân thọ thì thị trường trái phiếu Việt Nam cũng bớt ảm đạm hơn. Đây là nguyên nhân của tình trạng này?

d- Nguyên nhân khiến chưa thu hút các DNBH nhân thọ tham gia mạnh vào thị trường trái phiếu

Có nhiều lý do giải thích cho việc các công ty bảo hiểm nhân thọ có vị trí nhỏ bé và chưa thực sự tập trung vào thị trường trái phiếu.

Thứ nhất: Lãi suất của trái phiếu chưa thực sự hấp dẫn như các công ty bảo hiểm mong muốn, mặc dù so với môi trường đầu tư thì lãi suất của các trái phiếu hiện nay đã được coi là "không thể cao hơn".

Mặt trái của vấn đề là các công ty bảo hiểm nhân thọ lại dường như chưa căn cứ vào lãi suất của trái phiếu chính phủ để thiết kế các biểu phí cho các sản phẩm bảo hiểm của mình. Do đó luôn luôn rơi vào tình trạng lãi suất đặt thầu cao hơn lãi suất trần. Đây là sự bất hợp lý trong hệ thống kỹ thuật của các công ty bảo hiểm nhân thọ hiện nay. Theo kinh nghiệm ở các nước phát triển, giả định lãi suất của hợp đồng bảo hiểm nhân thọ phải dựa trên cơ sở lãi suất của trái phiếu chính phủ (trái phiếu không rủi ro), thường lãi suất kỹ thuật thấp hơn lãi suất của tín dụng nhà nước. Tất nhiên đây là một vấn đề phức tạp trong việc nghiên cứu lãi suất của các công ty bảo hiểm nhân thọ, đòi hỏi áp dụng những phương pháp toán học và công tác dự báo tình hình phát triển của môi trường kinh tế vĩ mô và vi mô.

Thứ hai: Tính thanh khoản của trái phiếu quá thấp. Chúng ta có thể thấy, hầu như trên thị trường thứ cấp trong nhiều phiên giao dịch của thị trường chứng khoán chính thức, không có trái phiếu nào được mua bán. Tình trạng này sẽ làm cho người đầu tư bảo hiểm nhân thọ lo lắng khi muốn đầu tư mua trái phiếu, vì một trong những nguyên tắc bắt buộc của việc sử dụng quỹ dự phòng toán học là tính lỏng cao của tài sản đầu tư để đáp ứng yêu cầu thanh toán thường xuyên cho các cam kết bảo hiểm.

Thứ ba: Do tình hình lãi suất thị trường biến động nhiều, điều này sẽ làm cho rủi ro lãi suất của trái phiếu cao, nếu người đầu tư bán ra các trái phiếu khi lãi suất thị trường tăng sẽ bị lỗ.

Thứ tư: Quan điểm chiến lược của các DNBH nhân thọ chưa được hình thành đầy đủ, chưa có chiến lược và chưa xây dựng được danh mục đầu tư thực sự với đầy đủ chủng loại tài sản, trong đó trái phiếu phải được coi là quan trọng nhất. Các công ty bảo hiểm có vốn đầu tư nước ngoài chưa thật sự tin tưởng vào môi trường đầu tư của Việt Nam và còn tập trung vào chiếm lĩnh thị phần bảo hiểm. Còn các công ty bảo hiểm Việt Nam lại chưa có sự nghiên cứu đầy đủ về các cơ hội đầu tư trên thị trường tài chính, nghiêng về lối mòn "gửi tiền vào các ngân hàng cho chắc ăn" để triệt để tôn trọng nguyên tắc luật định "an toàn trên hết" (safety - first).

Thứ năm: Còn thiếu nhiều điều kiện để có được một thị trường trái phiếu hoàn chỉnh. Đó là: chưa có trái phiếu của tập đoàn, hay tổng công ty lớn được phát hành; thiếu các tổ chức phân tích đánh giá chất lượng trái phiếu chưa có mặt trên thị trường để giúp người đầu tư chọn được những trái phiếu tốt nhất; thiếu các nhà đầu tư có tổ chức và chuyên nghiệp để sẵn sàng mua và bán trái phiếu khi thị trường có nhu cầu; thị trường các công cụ quản lý rủi ro như các loại chứng khoán phái sinh (hợp đồng tương lai, hợp đồng lựa chọn, hợp đồng swap...)

chưa phát triển; khung pháp lý điều tiết hoạt động thị trường tài chính còn hổng, không đồng bộ và có lúc không theo kịp với các diễn biến trên thị trường. Những thiếu hụt này đã tác động không nhỏ tới tất cả các nhà đầu tư nói chung và DNBH nhân thọ nói riêng, làm cho họ e ngại không muốn tham gia đầu tư lớn.

4. Giải pháp thúc đẩy các công ty bảo hiểm nhân thọ tham gia tích cực vào thị trường trái phiếu

Để làm cho vai trò quan trọng của các nhà đầu tư bảo hiểm nhân thọ được khẳng định đối với sự phát triển thị trường trái phiếu, cần có những biện pháp đồng bộ từ nhà nước và các cơ quan chức năng trong việc hoàn thiện những yếu tố cơ sở của thị trường này và từ chính các công ty bảo hiểm nhân thọ. Những giải pháp có thể được tính đến là:

Thứ nhất: Người phát hành phải đa dạng hoá chủng loại trái phiếu về thời hạn, lãi suất, cách trả thưởng, sự chuyển đổi và loại tiền. Như vậy sẽ giúp cho các DNBH nhân thọ đầu tư tương thích được nguồn vốn của từng loại sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.

Thứ hai: Xây dựng cơ chế khuyến khích phát hành trái phiếu doanh nghiệp để các doanh nghiệp coi đây là công cụ huy động vốn dài hạn quan trọng của doanh nghiệp trong quá trình phát triển.

Thứ ba: Tăng cường phát hành trái phiếu chính phủ, vì đây là loại trái phiếu tốt nhất đối với các công ty bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên, lãi suất của trái phiếu chính phủ phải được xây dựng ngang bằng với lãi suất trên thị trường. Mặt khác trong các quy định về bảo hiểm, cần có quy định về giả định lãi suất kỹ thuật mà DNBH sử dụng phải căn cứ trên lãi suất của trái phiếu chính phủ, có thể là lãi suất bình quân của một thời kỳ, và giả định này không được cao hơn lãi suất tham chiếu. Nếu theo hướng này chắc chắn mặt hàng trái phiếu chính phủ sẽ là món hàng được ưa thích của các nhà bảo hiểm nhân thọ.

Thứ tư: Nâng cao tính thanh khoản cho các trái phiếu phát hành. Tính thanh khoản cần được nâng lên trên hai hướng. *Một là*, kích thích nhiều chủ thể tham gia mua bán trái phiếu, cần tập trung vào công tác tuyên truyền để người dân ý thức được việc tham gia góp vốn đầu tư phát triển kinh tế, đồng thời thiết lập các kênh phân phối rộng rãi đến nhiều tầng lớp công chúng đầu tư. *Hai là*, Nhà nước thực hiện việc mua lại, chiết khấu trái phiếu trên cơ sở lãi suất thị trường thời điểm mà người đầu tư bán ra.

Thứ năm: Để đảm bảo sự an toàn vốn cho đầu tư, Nhà nước nên quy định áp dụng tiêu chuẩn bắt buộc về mức tín nhiệm. Cho phép thành lập các cơ quan đánh giá mức tín nhiệm đối với các công ty phát hành trái phiếu, đối với từng loại trái phiếu được phát hành và lưu thông trên thị trường. Để các nhà đầu tư yên tâm khi mua trái phiếu, cơ quan quản lý chứng khoán cần thực hiện chế độ công bố thông tin, xây dựng hệ thống thông tin về phát hành và giao dịch trái phiếu.

Thứ sáu: Hoàn thiện khung pháp lý về thị trường tài chính nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng, xây dựng môi trường đầu tư thông thoáng, thuận lợi song rất chặt chẽ đảm bảo tâm lý yên tâm bỏ vốn đầu tư dài hạn cho các nhà đầu tư.

Thứ bảy: Về phía các công ty bảo hiểm nhân thọ cần phải thay đổi quan điểm về đầu tư nguồn vốn nhàn rỗi từ hoạt động bảo hiểm nhân thọ. Trong danh mục đầu tư phải đảm bảo sự cân đối giữa tài sản có và nguồn vốn. Nguồn vốn dài hạn phải được ưu tiên đầu tư vào những tài sản dài hạn và loại tài sản đầu tư thích hợp nhất là trái phiếu. Tuy nhiên đó không phải là mua đầu tư toàn bộ vốn vào trái phiếu, mua tất cả các loại trái phiếu trên thị trường mà cần thiết phải nghiên cứu phân tích và xây dựng các chiến lược đầu tư trái phiếu cho từng loại sản phẩm bảo hiểm, xây dựng các chiến lược quản lý danh mục trái phiếu để loại bỏ rủi ro lãi suất, tạo sự tương thích giữa dòng thu nhập với yêu cầu thanh toán tiền bảo hiểm. Mặt khác, việc định phí bảo hiểm phải tham chiếu lãi suất của các loại trái phiếu chính

phủ để giả định lãi suất tối ưu. Có như vậy thì việc tham gia mua bán, nắm giữ trái phiếu mới đem lại hiệu quả như kỳ vọng.

Vài lời kết

Những nghiên cứu lý thuyết và thực tiễn ở các nền kinh tế thị trường thế giới đã khẳng định: công ty bảo hiểm nhân thọ là một tác nhân quan trọng trên thị trường trái khoán, chúng không chỉ tham gia vào lúc phát hành để mua và nắm giữ trái phiếu, mà còn tác động tích cực trên thị trường thứ cấp để tạo ra sự sôi động cho thị trường. Đến lượt nó thị trường trái phiếu sẽ tạo ra "mảnh đất không cần cỗi" để các doanh nghiệp này tối đa hoá lợi ích bằng danh mục đầu tư trái phiếu, và điều quan trọng hơn là đáp ứng tốt nhất khả năng thanh toán những cam kết bảo hiểm - tiết kiệm cho người tham gia bảo hiểm. Quan hệ giữa thị trường trái phiếu và các công ty bảo hiểm nhân thọ đó là mối quan hệ tương hỗ về lực "*nếu tác nhân này tác động vào tác nhân kia một lực thì tác nhân kia sẽ tác động lại một lực tương tự*". Có lẽ chỉ có coi thị trường trái phiếu là tâm điểm đầu tư mới là con đường chiến lược đúng đắn đối với các công ty bảo hiểm nhân thọ, mới huy vọng tồn tại và phát triển bền vững trong một môi trường đầu tư tiềm ẩn không ít rủi ro như ở nước ta./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Báo cáo tài chính của các công ty bảo hiểm nhân thọ Việt Nam các năm 1997, 1998, 1999, 2000, 2001.
2. Bertrand Jacquillat, Bruno Soolnik (1990), *Marché financière (Gestion de portefeuille et des risques)*, BORDA, Paris.
3. Đầu tư Chứng khoán (2002), (các số từ 118 đến 152).
4. FFSA (2000), *L'Assurance Française en 1998*, FFSA, Paris
5. Jérôme Yecatman, *Giáo khoa bảo hiểm quốc tế (bản dịch)* (2001), Nxb Thống kê.
6. Kinh tế Việt Nam & Thế giới 2001 - 2002, Thời báo kinh tế Việt Nam.
7. Nghị định số 43/2001/NĐ - CP ngày 01-08-2001 của Chính phủ quy định chế độ tài chính đối với DNBH và doanh nghiệp môi giới bảo hiểm.